

互联网 | 公司研究
2019年11月17日

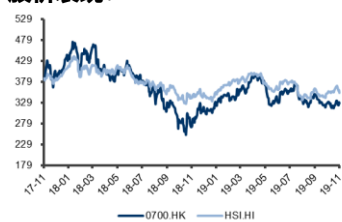
增持

有业绩公布需要点评

市场数据: 2019年11月15日

收盘价 (港币)	320.00
恒生中国企业指数	10,425
52周最高/最低价 (港币)	259.29/399.31
H股市值 (亿港元)	3,057
流通H股 (百万股)	9,475
汇率 (人民币/港币)	0.90

股价表现:



资料来源: Bloomberg

证券分析师

林起贤
A0230519060002
linqx@swsresearch.com

联系人

林起贤
(+86) 21 2329 7818
linqx@swsresearch.com

增长新动能

腾讯控股 (00700:HK)

腾讯控股公布 2019 年第三季度收入为 972 亿元 (同比增长 20.6%), non-GAAP 净利润为 244 亿元 (同比增长 23.3%), 略低于市场预期。《王者荣耀》的稳健表现以及新游戏上线带动手游第三季度延续高增长, 游戏收入贡献占比超 10% 的海外市场值得进一步重视。受益于财富管理业务高景气度和企业客户基础扩大, 金融科技及云业务保持高速增长。我们看到受宏观因素影响和内容排期的不确定性, 媒体广告增速低于预期。我们将 19 年摊薄 EPS 预测从 9.92 元人民币下调至 9.89 元人民币 (同比增长 20.2%); 将 20 年摊薄 EPS 预测从 11.89 元人民币上调至 12.46 元人民币 (同比增长 26.0%), 将 21 年摊薄 EPS 预测从 13.56 元人民币上调至 14.85 元人民币 (同比增长 19.2%)。我们将目标价由 404 港币下调至 395 港币, 基于 23.7% 的上升空间, 我们维持增持评级。

游戏基本符合预期。腾讯 3Q19 端游收入同比下滑 7.3%, 手游收入同比上升 26.1%。《地下城与勇士》收入下滑使得端游增长承压市场已有预期, 《英雄联盟》的自走棋模式《云顶之弈》增加了用户时长和收入, 展现了较强的增长潜力。手游方面, 《王者荣耀》季票购买渗透率在提升, 《和平精英》虽然贡献了整季流水但仍处于确认递延收入的初期阶段。海外《PUBG Mobile》和《Call of Duty Mobile》的亮眼表现, 以及明年《英雄联盟手游》的上线, 有望使海外市场成为新的增长驱动力。

媒体广告承压。腾讯 3Q19 广告收入同比增长 13.0%, 其中媒体广告收入同比下滑 28.3%, 社交广告收入同比增长 31.9%。我们把社交广告增长归功于微信朋友圈的库存增加、移动广告联盟收入上升以及小程序广告收入的增长。虽然移动端会员数创新高, 超过 1 亿, 且视频日活用户和时长保持稳定, 但内容排播的不确定性导致视频招商广告收入下跌。但我们展望年底到明年, 随着各大视频网站内容排播逐步恢复正常, 监管边际改善信号明确, 期待明年媒体广告能走出低谷。

金融科技利润弹性较大。腾讯整体毛利率 43.7%, 同比下滑 0.3 个百分点。受益于快速增长的理财类业务和商业支付, 金融科技和云业务在收入规模快速增长的同时, 毛利率达到 27.7% (同比提升 2.6 个百分点), 如果剔除存款备付金上缴带来的一次性影响, 实际收入和毛利率会更高。本季度公司销售费用率同比下降, 主要由于削减营销费用和补贴支出。我们认为, 后续随着监管边际改善, 视频的内容投入将增加, 媒体广告毛利率预计下滑。自研游戏产能释放和合作开发游戏 (如《Call of Duty Mobile》) 收入增加有望推动增值服务毛利率回暖。

维持增持评级。基于新游戏的发布和金融业务的迅速扩张, 我们预计腾讯的基本面将在 2020 改善。由于下调广告收入预测, 我们将 19 年摊薄 EPS 预测从 9.92 元人民币下调至 9.89 元人民币 (同比增长 20.2%); 将 20 年摊薄 EPS 预测从 11.89 元人民币上调至 12.46 元人民币 (同比增长 26.0%), 将 21 年摊薄 EPS 预测从 13.56 元人民币上调至 14.85 元人民币 (同比增长 19.2%)。我们将目标价由 404 港币下调至 395 港币, 基于 23.7% 的上升空间, 我们维持增持评级。

财务数据及盈利预测

人民币	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	237,760	312,694	375,708	458,822	557,722
同比增长率 (%)	56.48	31.52	20.15	22.12	21.56
净利润 (百万元)	65,126	77,469	94,576	124,198	149,313
同比增长率 (%)	43.39	18.95	22.08	31.32	20.22
每股收益 (元)	7.60	8.34	10.00	12.60	15.02
净资产收益率 (%)	26.15	22.45	21.72	21.81	20.98
股息率 (%)	0.27	0.18	0.23	0.28	0.35
市盈率 (倍)	38.00	34.52	28.68	22.76	19.10
市净率 (倍)	9.81	7.63	6.07	4.84	3.91

注: “每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

表 1: 腾讯收入预测

(Rmbm)	2016	2017	2018	3Q19A	2019E(previous)	2019E	2020E	2021E
Revenue								
Online games	70,844	97,883	103,992	28,604	111,347	113,335	133,220	147,717
Mobile games	26,107	42,783	53,392	17,104	63,584	65,660	88,876	104,231
PC games	44,737	55,100	50,600	11,500	47,763	47,674	44,344	43,486
Social network	36,966	56,100	72,654	22,025	86,540	86,818	109,884	133,676
Online advertising	26,970	40,439	58,079	18,366	70,013	67,918	76,800	84,599
Media ads	11,920	14,829	18,306	3,650	17,913	16,488	17,076	17,623
Social ads	15,050	25,610	39,773	14,716	52,100	51,431	59,724	66,975
Others	17,158	43,338	77,969	28,241	112,499	107,637	138,918	191,730
Fintech and Business				26,758	106,243	101,902	132,609	184,791
Others				1,483	6,256	5,735	6,309	6,939
Total	151,938	237,760	312,694	97,236	380,400	375,708	458,822	557,722
as % of revenue								
Online games	46.63%	41.17%	33.26%	29.42%	29.27%	30.17%	29.04%	26.49%
Mobile games	17.18%	17.99%	17.07%	17.59%	16.72%	17.48%	19.37%	18.69%
PC games	29.44%	23.17%	16.18%	11.83%	12.56%	12.69%	9.66%	7.80%
Social network	24.33%	23.60%	23.23%	22.65%	22.75%	23.11%	23.95%	23.97%
Online advertising	17.75%	17.01%	18.57%	18.89%	18.41%	18.08%	16.74%	15.17%
Media ads	7.85%	6.24%	5.85%	3.75%	4.71%	4.39%	3.72%	3.16%
Social ads	9.91%	10.77%	12.72%	15.13%	13.70%	13.69%	13.02%	12.01%
Others	11.29%	18.23%	24.93%	29.04%	29.57%	28.65%	30.28%	34.38%
Fintech and Business				27.52%	27.93%	27.12%	28.90%	33.13%
Others				1.53%	1.64%	1.53%	1.37%	1.24%
Total	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
YoY growth								
Online games	25.19%	38.17%	6.24%	10.81%	7.07%	8.98%	17.55%	10.88%
Mobile games	75.10%	63.88%	24.80%	27.52%	19.09%	22.98%	35.36%	17.28%
PC games	7.34%	23.16%	-8.17%	-7.26%	-5.61%	-5.78%	-6.99%	-1.93%
Social network	53.50%	51.76%	29.51%	20.78%	19.11%	19.49%	26.57%	21.65%
Online advertising	54.40%	49.94%	43.62%	13.04%	20.55%	16.94%	13.08%	10.15%
Media ads		24.40%	23.45%	-28.29%	-2.15%	-9.93%	3.57%	3.20%
Social ads		70.17%	55.30%	31.90%	30.99%	29.31%	16.12%	12.14%
Others	263.06%	152.58%	79.91%	39.13%	44.29%	38.05%	29.06%	38.02%
Fintech and Business							30.13%	39.35%
Others							10.00%	10.00%
Total	47.71%	56.48%	31.52%	20.65%	21.65%	20.15%	22.12%	21.56%

资料来源: 腾讯财报, 申万宏源研究

表 2: 腾讯盈利能力预测

Gross margin	2016	2017	2018	3Q19A	2019E(previous)	2019E	2020E	2021E
VAS	65.10%	60.13%	58.13%	51.8%	55.24%	53.53%	56.00%	56.00%
Online advertising	42.91%	36.73%	35.82%	48.8%	41.80%	47.41%	48.77%	49.29%
Others	15.95%	21.87%	23.89%	25.8%	25.61%	25.75%	26.82%	28.02%
Fintech and Business				27.7%	27.80%	27.14%	28.00%	29.00%
Others				-8.2%	-11.51%	1.15%	2.00%	2.00%
Total	55.61%	49.18%	45.45%	43.7%	44.01%	44.47%	45.96%	45.36%
Profitability								
Gross profit, GAAP	84,499	116,925	142,120	42,479	167,405	167,062	210,853	253,009
YoY	38.00%	38.37%	21.55%	19.73%	17.79%	17.55%	26.21%	19.99%
Gross margin	55.61%	49.18%	45.45%	43.69%	44.01%	44.47%	45.96%	45.36%
Operating profit, GAAP	56,117	90,302	97,648	25,827	123,413	117,166	146,969	175,397
YoY	38.13%	60.92%	8.13%	-7.30%	26.39%	19.99%	25.44%	19.34%
Operating margin	36.93%	37.98%	31.23%	26.56%	32.44%	31.19%	32.03%	31.45%
Net profit, GAAP	41,095	71,510	78,719	20,382	94,953	94,763	119,370	142,274
YoY	42.66%	74.01%	10.08%	-12.65%	20.62%	20.38%	25.97%	19.19%
Net margin, GAAP	27.05%	30.08%	25.17%	20.96%	24.96%	25.22%	26.02%	25.51%
Net profit, non-GAAP	45,420	65,126	77,469	24,412	93,181	94,576	124,198	149,313
YoY	40.14%	43.39%	18.95%	23.86%	20.28%	22.08%	31.32%	20.22%
Net margin, non-GAAP	29.89%	27.39%	24.77%	25.11%	24.50%	25.17%	27.07%	26.77%

资料来源: 腾讯财报, 申万宏源研究

表 3：腾讯主要投资

Investee	ticker	stake	market value	stake value (HK\$)	status
Douyu TV	DOYU US Equity	40%	18,784	7,514	Listed
Sogou	SOGO US Equity	38%	17,259	6,593	Listed
SEA	SE US Equity	35%	128,077	44,955	Listed
Huya	HUYA US Equity	35%	41,417	14,330	Listed
Tongcheng Elong	780 HK Equity	25%	25,475	6,343	Listed
WUBA	WUBA US Equity	23%	61,886	14,172	Listed
iDreamSky	1119 HK Equity	21%	5,612	1,159	Listed
Meituan Dianping	3690 HK Equity	20%	551,708	110,893	Listed
JD	JD US Equity	18%	382,185	69,634	Listed
Netmarble	251270 KS Equity	18%	51,064	9,192	Listed
MOGU	MOGU US Equity	18%	1,927	347	Listed
Cheetah Mobile	CMCM US Equity	17%	4,815	819	Listed
Yixin Group	2858 HK Equity	17%	11,791	1,957	Listed
LEJU	LEJU US Equity	16%	1,913	299	Listed
NIO Auto	NIO US Equity	13%	15,990	2,063	Listed
BILIBILI	BILI US Equity	12%	42,594	5,239	Listed
Snap	SNAP US Equity	12%	157,632	19,389	Listed
NavInfo	002405 CH Equity	11%	31,870	3,601	Listed
Zhongan Online	6060 HK Equity	10%	34,761	3,622	Listed
KingSoft	3888 HK Equity	10%	25,368	2,435	Listed
Pinduoduo	PDD US Equity	9%	378,344	33,673	Listed
BitAuto	BITA US Equity	8%	8,384	671	Listed
Huayi Brothers	300027 CH Equity	8%	13,695	1,087	Listed
Qu Toutiao	QTT US Equity	8%	8,375	653	Listed
Spotify	SPOT US Equity	8%	205,461	15,410	Listed
VIPS	VIPS US Equity	7%	62,839	4,392	Listed
Changliang Tech	300348 CH Equity	7%	10,492	698	Listed
Better Life	002251 CH Equity	6%	9,016	541	Listed
Heilan Home	600398 CH Equity	5%	38,234	2,030	Listed
China Telecom	600050 CH Equity	5%	202,633	10,537	Listed
Tesla	TSLA US Equity	5%	493,869	24,693	Listed
Yonghui Superstores	601933 CH Equity	5%	83,427	4,171	Listed
Activision Blizzard	ATVI US Equity	5%	312,508	15,625	Listed
Ubisoft	UBIP PO Equity	5%	53,401	2,670	Listed
Donghua Software	002065 CH Equity	5%	29,175	1,459	Listed
CICC	3908 HK Equity	5%	62,035	3,071	Listed
Epic Games		48%	117,432	56,837	Unlisted
WeBank		30%	131,544	39,463	Unlisted
Kwai		11%	141,293	15,542	Unlisted
Didi		11%	402,685	44,295	Unlisted
Zhihu		10%	27,401	2,740	Unlisted
Shanda Games		10%	33,333	3,333	Unlisted
Wanda		4%	308,642	12,346	Unlisted
BlueHole		10%	39,213	3,921	Unlisted
Red					Unlisted
Iget					Unlisted
Futus Security					Unlisted
Dingxiangyuan			7,829		Unlisted
Homelink		2%	43,058	904	Unlisted
Homelink					Unlisted
WeDoctor					Unlisted

资料来源：IT 桔子，36 氪，Bloomberg，腾讯财报，申万宏源研究

表 4: 腾讯 SOTP 估值

Valuation	Revenue 2019E (Rmbm)	Earnings 2019E (Rmbm)	Multiples	Equity market value (Rmbm)	Price per share (HK\$)
PC games	47,674	20,917	19x PE	399,506	47.0
Mobile games	65,660	24,161	29x PE	700,437	82.4
Social network	86,818	15,576	41x PE	644,837	75.9
Online advertising	67,918	18,230	1.6x PEG	389,585	45.8
Finance	82,708		5x PS	261,950	30.8
Cloud	31,382(2020E)		9x PS	429,000	50.5
Investments				444,672	46.9
Cash and equivalents				136,488	16.1
Total				3,406,476	395.5

资料来源: 腾讯财报, 申万宏源研究

注: 使用汇率: HK\$1 = Rmb0.90

风险提示

网络游戏生命周期短于预期。手游的总收入在 2018 年波动很大。我们注意到某些授权游戏的生命周期短于预期, 例如《圣斗士星矢》, 《我叫 MT4》和《自由幻想》。如果新发布游戏的流水下降速度快于预期, 则将对总收入产生重大不利影响。由于手机游戏的蚕食效应和缺乏新游戏, 我们还担心 PC 游戏收入增长放缓的速度快于预期的风险。

娱乐行业监管风险。自去年以来, 尤其是对于游戏和媒体, 在线娱乐领域的监管已变得更加严格。在 2018 年, 游戏许可证的审批被冻结了八个月。市场现在面临配额控制。我们还注意到腾讯视频产品的排播不确定性。我们注意到一些主要视频平台的内容安排恢复正常, 这被认为是监管压力缓解的明确信号。

移动支付的监管风险。根据新的监管要求, 移动支付运营商必须将其存款准备金转移到中国人民银行 (PBoC), 从而在 2019 年 1 月之后消除移动支付服务提供商的利息收入。我们预计监管变化将对 2019 年净利润带来重大负面影响。

广告表现弱于预期。宏观经济状况疲软可能会对广告客户的预算产生负面影响, 从而导致流量价格下降。此外, 社交广告货币化步伐的加快可能无法达到预期的投资回报率。

附录 – 财务报表

利润表

(人民币百万元)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	102,863	151,938	237,760	312,694	375,708	458,822	557,722
营业成本	-41,631	-67,439	-120,835	-170,574	-208,646	-247,969	-304,713
毛利	61,232	84,499	116,925	142,120	167,062	210,853	253,009
销售营销费用	-7,993	-12,136	-17,652	-24,233	-20,919	-28,447	-34,579
管理费用	-16,825	-22,459	-33,051	-41,522	-51,910	-63,317	-75,292
金融资产减值损失转回	0	0	0	0	0	0	0
其他收入	1,886	3,594	20,140	16,714	16,991	20,454	22,975
其他支出	-7,993	-12,136	-17,652	-24,233	-20,919	-28,447	-34,579
其他收益 – 净额	-907	1072	20961	18201	18478	21941	24462
营业利润	40,627	56,117	90,302	97,648	117,166	146,969	175,397
财务收入 – 净额	-1,618	-1,955	-2,908	-4,669	-6,593	-7,273	-8,610
税前利润	36,216	51,640	88,215	94,466	112,060	141,183	168,273
所得税	-7,108	-10,193	-15,744	-14,482	-14,884	-18,753	-22,351
本年利润	302	352	961	1,265	2,413	3,061	3,648
非控股权益	28,806	41,095	71,510	78,719	94,763	119,370	142,274
归属于公司股东净利润	36,216	51,640	88,215	94,466	112,060	141,183	168,273
股利	2,640	3,699	5,052	6,776	8,659	10,424	13,131
基本每股收益 (元)	3.10	4.38	7.60	8.34	10.00	12.60	15.02
摊薄每股收益 (元)	3.06	4.33	7.50	8.23	9.89	12.46	14.85
每股股利 (元)	0.28	0.39	0.53	0.72	0.91	1.10	1.39

资料来源：公司数据，申万宏源研究

资产负债表

(人民币百万元)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
物业、厂房及设备	178,446	217,080	328,710	463,879	633,327	178,446	217,080
其他无形资产	105,697	97,814	192,817	313,858	466,492	105,697	97,814
商誉	33,954	47,244	63,870	78,000	94,813	33,954	47,244
递延所得税资产	38,330	65,508	65,508	65,508	65,508	38,330	65,508
应收关联方贷款及利息	465	6,514	6,514	6,514	6,514	465	6,514
权益法计量的投资	376,226	506,441	551,789	599,529	641,618	376,226	506,441
非流动资产	23,597	35,091	43,306	51,411	59,917	23,597	35,091
存货	321,139	297,150	330,695	365,691	393,976	321,139	297,150
贸易及其他应收款项	31,490	174,200	177,788	182,427	187,725	31,490	174,200
应收关联方贷款及利息	554,672	723,521	880,499	1,063,408	1,274,945	554,672	723,521
现金及现金等价物	151,740	202,435	233,393	280,202	335,385	151,740	202,435
受限制银行存款	15,696	26,834	29,252	35,670	46,088	15,696	26,834
流动资产	34,185	47,032	53,745	62,599	73,135	34,185	47,032
总资产	101,859	128,569	150,396	181,933	216,162	101,859	128,569
股本	125,839	164,879	199,794	221,949	244,159	125,839	164,879
储备	5,975	10,964	11,964	12,964	13,964	5,975	10,964
留存收益	119,864	153,915	187,830	208,985	230,195	119,864	153,915
归属于公司股东权益	277,579	367,314	433,187	502,151	579,544	277,579	367,314
非控股权益	277,093	356,207	447,311	561,256	695,400	277,093	356,207

权益总额	-	-	-	-	-	-	-
借款	256,074	323,510	413,614	526,559	659,703	256,074	323,510
递延税项负债	178,446	217,080	328,710	463,879	633,327	178,446	217,080
贸易及其他应付款项	105,697	97,814	192,817	313,858	466,492	105,697	97,814
非流动负债	33,954	47,244	63,870	78,000	94,813	33,954	47,244
合同负债	38,330	65,508	65,508	65,508	65,508	38,330	65,508
贸易及其他应付款项	465	6,514	6,514	6,514	6,514	465	6,514
即期所得税负债	376,226	506,441	551,789	599,529	641,618	376,226	506,441
借款	23,597	35,091	43,306	51,411	59,917	23,597	35,091
流动负债	321,139	297,150	330,695	365,691	393,976	321,139	297,150
总负债	31,490	174,200	177,788	182,427	187,725	31,490	174,200
权益负债总额	554,672	723,521	880,499	1,063,408	1,274,945	554,672	723,521

资料来源：公司数据，申万宏源研究

现金流量表

(人民币百万元)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营所得现金	88,215	94,466	112,060	141,183	168,273	88,215	94,466
已付所得税	23,611	34,248	31,567	41,913	53,626	23,611	34,248
经营活动所得现金净额	-2,908	-4,669	-6,593	-7,273	-8,610	-2,908	-4,669
购买物业、厂房及设备	-821	32	0	0	0	-821	32
借给关联方的贷款	23,663	4,896	10,082	25,619	26,704	23,663	4,896
收到关联方偿还的贷款	-25,620	-22,530	-10,233	-14,906	-19,024	-25,620	-22,530
其他	106,140	106,443	136,883	186,535	220,969	106,140	106,443
投资活动所用现金净额	-32,000	-57,435	-62,166	-73,405	-83,066	-32,000	-57,435
发行普通股收到的现金	-64,392	-94,478	-3,461	-2,227	4,071	-64,392	-94,478
借款净额	-96,392	-151,913	-65,627	-75,632	-78,995	-96,392	-151,913
支付利息	4,511	5,170	0	0	0	4,511	5,170
应收关联方现金垫款	29,012	37,842	35,577	24,577	28,577	29,012	37,842
收购子公司	-5,998	-7,396	-9,417	-11,379	-14,269	-5,998	-7,396
支付股利	-927	-236	-2,413	-3,061	-3,648	-927	-236
支付上市开支	26,598	35,380	23,747	10,137	10,660	26,598	35,380
其他	36,346	-10,090	95,003	121,040	152,634	36,346	-10,090
融资活动所得现金净额	88,215	94,466	112,060	141,183	168,273	88,215	94,466
现金及现金等价物增加净额	23,611	34,248	31,567	41,913	53,626	23,611	34,248
年初现金及现金等价物	-2,908	-4,669	-6,593	-7,273	-8,610	-2,908	-4,669
汇率变动对现金及现金等价物的影响	-821	32	0	0	0	-821	32
年末现金及现金等价物	23,663	4,896	10,082	25,619	26,704	23,663	4,896

资料来源：公司数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20%以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10%和+10%之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。